

Jリート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会 報告書

2012 年 3 月
一般社団法人不動産証券化協会

目 次

はじめに.....	2
エグゼクティブサマリー.....	4
「Jリート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会」メンバー.....	5
研究会開催記録.....	6
報告書本編.....	7
Ⅰ. 見直される J リート市場の意義と役割.....	9
1) 市場創設から 10 年を超えた J リート市場.....	9
2) 社会・経済の構造変化に直面する日本と J リート.....	9
3) J リート市場活性化の意義.....	10
Ⅱ. 海外リート市場の発展と示唆.....	12
1) 米国リート市場.....	12
2) その他の海外リート市場.....	13
3) 日本への示唆.....	13
Ⅲ. J リート市場活性化への課題と改革の方向性.....	14
1) 金融・資本市場改革（投資家サイドの活性化）.....	14
2) 不動産投資市場の育成（J リート運用資産の供給パイプラインの活性化）.....	14
3) リート制度・市場インフラの整備.....	14
Ⅳ. アクションプラン（具体的な施策のイメージ）.....	16
1) 投資家・市場参加者の拡大.....	16
2) 不動産投資市場の成長促進.....	17
3) J リートの進化・成長を促進する.....	18
4) 国際金融センター整備と J リート.....	21
参考資料 1: 「J リート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会」 における主な意見(要旨).....	23
参考資料 2: 「J-REIT 市場活性化に向けた議論の方向性」(野村資本市場研究所 関雄太).....	49
参考資料 3: 「海外の REIT 市場・事例から何を学ぶか」(野村資本市場研究所 関雄太).....	59
参考資料 4: 「内外の不動産を取り巻く環境を考える」(みずほ総合研究所 高田創).....	67
参考資料 5: 「J-REIT の進化・成長と法制度」(東京青山・青木・狛法律事務所 角谷仁之).....	83
参考資料 6: 「世界の都市間競争における東京の可能性」(明治大学専門職大学院 市川宏雄).....	127
参考資料 7: 「J リートの市場規模 10 兆円（エクイティベース価値）に向けて（仮説）」 (東京大学公共政策大学院 内藤伸浩).....	163
参考資料 8: 「昨今の投資口価格形成と国民経済に資する REIT の役割 ー不動産投資信託の運用の現場からー」 (東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント株式会社 堀江正博)	171

はじめに

我が国のＪリート（上場不動産投資信託）市場は、2001年に誕生してからまだ10年余りであるが、日本経済に不可欠な2つの役割を果たすまでに成長した。1つは国民の金融資産を長期安定型の金融商品で運用する役割、もう1つはその資金を投資して都市再生や日本経済の成長を図る役割である。

投資社会への変革を目指してきた我が国にとって、この10年を通じてＪリートは国民への多様な投資機会を提供する上で大きく貢献してきた。同時に不動産収益から得られる安定したキャッシュフローを分配金として投資家に還元し、Ｊリート市場創設来の分配金総額は2011年8月に1兆2千億円を超えた。

しかしながら、国民の効率的な資産形成という観点からは、Ｊリートの機能及びその役割が十分に理解され、発揮されているとは言えない状況にあることも事実である。当協会が昨年12月に実施した「個人投資家に対するJ-REIT認知度調査」の結果を見ると、Ｊリートの認知度は増加したものの「名称も内容も知っている」という回答者の割合は31.8%にとどまっている。また、「機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査」（昨年6～8月に実施）においても、実物不動産あるいは不動産証券化商品への投資を行っている投資家の比率は年金で39%（基金数ベース）にとどまっている。多様な投資機会の提供、効率的な資産形成への貢献という点において、まだまだ取り組むべき課題は多い。

「新成長戦略」（平成22（2010）年6月18日閣議決定）でも言及されているとおり、大都市はこれまで国の成長の牽引役となってきた。財団法人森記念財団が公表している「世界の都市総合力ランキング2011年版」によると、東京はニューヨーク、ロンドン、パリに次ぐ世界第4位の地位を依然維持しており、分野別ランキングでは「東京はいずれの分野においても、唯一、一桁の順位を獲得している都市であり、バランスのとれた総合力を発揮している」との評価を受けている。しかし、東京の都市としての優位性は依然高い一方で、成長著しいアジアの主要都市の追い上げは激しく、アジア都市間の競争は熾烈さを増してきている。東京を中心とした我が国の大都市がアジアの主要都市との都市間競争を勝ち抜き、今後も我が国の成長を牽引していくためには、これらの都市の魅力をより一層高めていく必要がある。

我が国の成長のためには、大都市の再生・地域活性化がなされ、国際競争力の強化が不可欠である。大都市の再生・地域活性化とは、各都市・各地域がそれぞれに有する個性を伸ばしその価値を実現する道筋であり、これによって自立した活力ある都市・地域を創ることが安全・安心、環境、健康といった「豊かさ」を国民が実感できる暮らしの基盤になる。都市の国際競争力を向上させる優良なプロジェクトの供給、都市の耐震・防災化の推進、都市インフラの整備・更新等にＪリートが貢献できる余地は大きい。

我が国は震災復興のためのインフラ整備、高齢化社会、低炭素化社会、グローバル化への対応等、これから多額の資本投下が必要な課題に取り組まなければならない。我が国は1,400兆円の個人金融資産と2,300兆円の不動産を有しており、こうした様々な課題に対処していくためには、これらの資金循環や資産活用を活性化していくことが極めて有効である。Ｊリートは、不動産投資市場を通じた資金循環の仕組みの中で、金融資産と不動産を繋ぐ役割を担っており、安全で快適なまちづくり等に民間資金を役立てていく上で、資金供給のパイプ役として重要な機能を果たしている。

我が国が直面する様々な課題に取り組むには、民間資金の供給エンジンとしての機能を十分に発揮させるべくＪリート市場をさらに進化・成長させる必要があるとともに、Ｊリート市場に関連する金融業や不動産業が成長産業として経済をリードしていくことが我が国の成長のためには不可欠である。

こうした問題意識の下、当協会は「Ｊリート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会」を設置し、Ｊリートの果たすべき役割や市場の拡大を促進するための施策、Ｊリート市場がアジアの拠点市場並びにアジア最大市場としての地位を維持していくための方策等について、昨年 10 月から 5 回に亘り議論を行なってきた。本報告書はその成果をまとめたものである。報告書には各回で出されたメンバーからの意見とともにプレゼンテーション資料を参考資料として掲載することとした。Ｊリート市場に関わる方々の今後の取り組みの参考となれば幸いである。

最後に、本研究会には関係当局・団体にもオブザーバーとしてご参加いただき、貴重なご指摘をいただいた。この場を借りて、関係各位に御礼申し上げる。なお、本報告書に示された見解は本研究会における議論の結果を示すものであり、オブザーバーとして参加された関係当局・団体及び各メンバーの所属企業・団体の見解を示したものでないこととお断りしておく。

2012 年 3 月

Ｊリート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会
座 長 田村 幸太郎

Jリート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会 【エグゼクティブサマリー】

Jリートの社会的役割：創設10年を経て新たな役割が期待される

- | | | |
|-----------------|-------------------|---------------------------|
| ■ 不動産取引の活性化 | ■ 資産デフレからの脱却 | |
| ■ 民間資金の導入 | ■ 財政不安解消への寄与 | ■ 金融市場の安定性向上 |
| ■ 企業経営の効率化 | ■ 企業収益性の向上 | ■ 日本経済・企業の競争力向上 |
| ■ 都市・地域の活性化 | ■ 都市・地域の魅力向上 | ■ アジアにおける国際金融センターとしての地位向上 |
| ■ インフラ更新・防災機能強化 | ■ 都市・地域の利便性・安全性向上 | |
| ■ 資産運用手段の提供 | ■ 運用の多様化、資産形成の効率化 | |
| ■ 資産運用業界の活性化 | ■ 関連産業への波及 | |

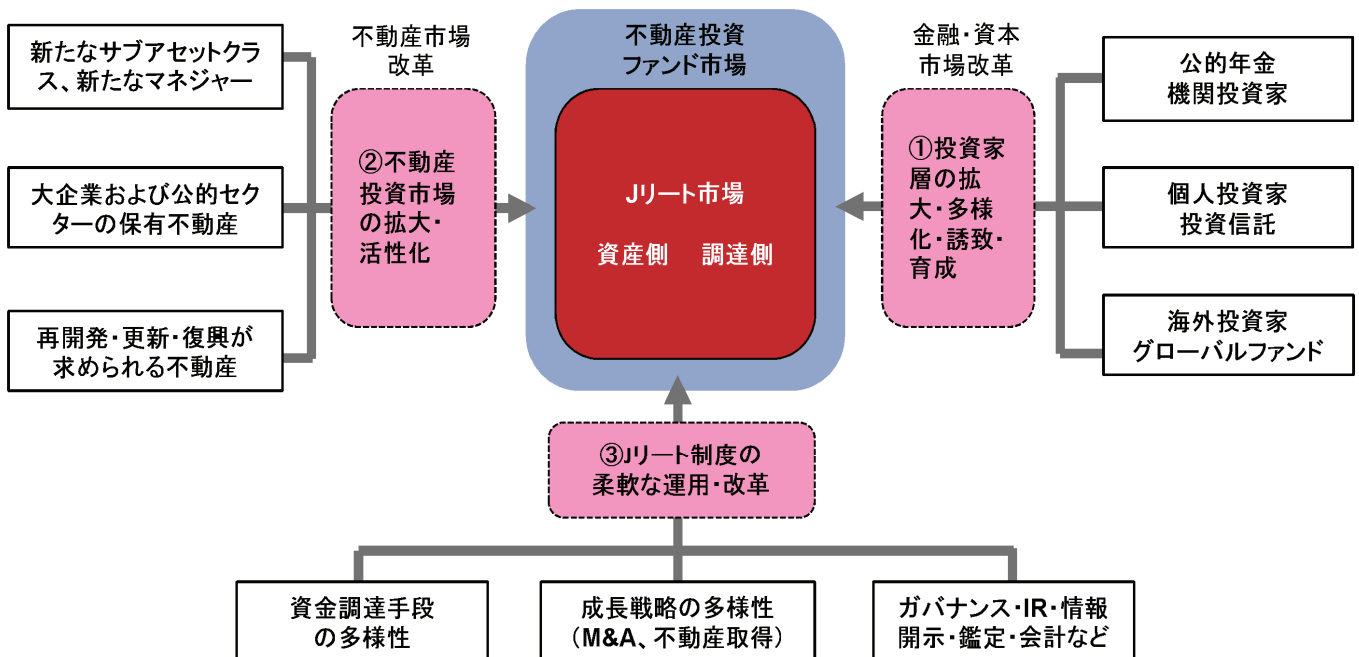
Jリート市場の現状：再評価が求められる

- マクロ要因、日本経済の競争力や成長性に対する懸念
- 収益不動産の「最大の買い手」「最後の買い手」としての評価
- 財務政策の柔軟性が欠如
- 市場激変時の対応策（資本調達、M&Aなど）と制度安定性（会計、税など）確保が必要

海外リート市場：グローバル競争へ

- 積極的な資本調達と多様なM&A・財務戦略で金融危機を克服
- 先進国：高齢化によって投信資産の蓄積が進む
- 機関投資家の資産分散・グローバル運用によるメリットを享受するために制度改革

「3つの視点」から見たJリート改革の方向性：制度改革とともにリート市場を取巻く資産と投資家層を同時に活性化



アクションプラン：上記を実現するための具体的な施策のイメージ

- | 投資家・市場参加者の拡大 | 不動産投資市場の成長促進 | Jリートの進化・成長を促進 | 国際金融センター整備 |
|--|--|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ■ ガバナンス・情報開示姿勢を積極的にプロモート ■ 年金基金など国内機関投資家の分散投資推進 ■ 投信市場のすそ野拡大による個人投資家層の開拓 ■ デット資金供給の促進 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 防災機能強化、再開発に伴う投資適格物件の供給 ■ 企業・公的セクター保有不動産の活用（PFI、不動産保有効率化を促すインセンティブ） ■ 海外不動産を含むJリートの運用資産の多様化 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 資本政策・資金調達手法の多様化（自己投資口の取得、投資主割当増資、新投資口予約権付投資法人債など） ■ 投資法人制度の改革 ■ 税制・会計制度の安定性 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 市場インフラの整備等 ■ 市場参加者の拡大と人材の育成 |

「Jリート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会」メンバー

2012年2月1日（第5回研究会開催日）現在（氏名 50音順、敬称略）

座 長	田村 幸太郎	牛島総合法律事務所 弁護士	
副 座 長	杉本 茂	株式会社さくら総合事務所 代表 公認会計士・税理士・不動産鑑定士	
コーディネーター	関 雄太	株式会社野村資本市場研究所 研究部長	
メンバー	青柳 宏一	ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント株式会社 執行役員 不動産投資部長	
	榎本 英二	野村不動産投資顧問株式会社 代表取締役副社長 営業本部長	
	大江 裕士	野村証券株式会社 アセット・ファイナンス部長	
	沖野 登史彦	UBS証券会社 株式本部 株式調査部 シニアアナリスト マネージングディレクター UBSインベストメント・リサーチ	
	梶 和徳	株式会社三菱東京UFJ銀行 ストラクチャードファイナンス部 副部長 兼 不動産ファイナンス室長	
	西山 晃一	日本ビルファントマネジメント株式会社 代表取締役社長	
	船岡 昭彦	三井不動産株式会社 執行役員 企画調査部長	
	堀江 正博	東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント株式会社 代表取締役執行役員社長	
	山中 拓郎	三菱地所株式会社 投資マネジメント事業推進室 室長	
	横田 雅之	株式会社東京証券取引所 上場推進部 課長 アセットファイナンス統括	
	吉岡 靖二	株式会社三井住友銀行 不動産ファイナンス営業部長	
テーマメンバー (第3回)	角谷 仁之	東京青山・青木・粕法律事務所 ベーカーアンドマッケンジー外国法事務弁護士事務所 弁護士	
	(第3回)	高田 創	みずほ総合研究所株式会社 常務執行役員 調査本部長 チーフエコノミスト
	(第4回)	市川 宏雄	明治大学専門職大学院長 公共政策大学院ガバナンス研究科長 教授
	(第4回)	内藤 伸浩	東京大学公共政策大学院 特任教授
オブザーバー	大橋 英樹	金融庁 監督局 証券課 課長補佐	
	小西 克廣	社団法人投資信託協会 事務局長	
	横尾 光輔	金融庁 総務企画局 市場課 企画官	
	横田 正文	国土交通省 土地・建設産業局 不動産市場整備課 不動産投資市場整備室 室長	

研究会開催記録

○第 1 回

開催日：2011 年 10 月 3 日（月）14：00～16：00

テーマ：我が国の経済社会の再構築、復興に向けた環境整備と J リートの役割について

○第 2 回

開催日：2011 年 10 月 26 日（水）10：00～12：00

テーマ：海外リート市場拡大の背景について

○第 3 回

開催日：2011 年 11 月 28 日（月）15：30～17：30

テーマ：日本と海外の市場・制度の比較、海外投資家の動向について

○第 4 回

開催日：2011 年 12 月 22 日（木）12：30～14：30

テーマ：不動産投資市場への物件供給の促進、投資対象資産の多様化について

○第 5 回

開催日：2012 年 2 月 1 日（水）14：00～16：00

テーマ：とりまとめ（案）について

報告書 本編

I. 見直される J リート市場の意義と役割

1) 市場創設から 10 年を超えた J リート市場

2000 年の投資信託法改正を経て、2001 年に東京証券取引所によって J リート市場が創設されてから、10 年が経過した。この間、各種の市場改革・規制改革によって、リーマン・ショック後のグローバルな信用収縮を乗り越えるとともに、不動産投資市場の活性化、個人などの資産運用対象の多様化に貢献するなど、J リート市場はさまざまな社会的・経済的役割を果たしてきた。

特に、J リートがもたらした不動産取引の活性化効果は顕著である。J リートは、近年一貫して、上場企業等の不動産取引における「最大の買い手」であり、買い手側でのシェアは、金融危機発生後に若干低下したものの依然として 30%前後を占めている（都市未来総合研究所調査による）。また、J リートは稼働不動産を長期で保有する「最後の買い手」でもあり、再開発プロジェクトなどを手がける私募不動産ファンドの取引行動にも大きな影響を持っている。

2012 年 1 月末の J リート市場規模は、上場銘柄数 34 社、株式時価総額 3 兆 186 億円にまで成長している。しかし、金融危機後の J リート市場は、成長・拡大のスピードが停滞している。特に 2011 年後半の J リート市場に対する評価の下落は深刻で、中には株価純資産倍率で 0.3~0.4 倍といった低水準の評価をされているリートもある。こうした状況は、日本経済が不動産価格の下落、信用収縮、景気悪化という資産デフレの悪循環に再び陥っていることを示している可能性もある。

さらに、2011 年に発生した東日本大震災・津波・原発問題や、欧州のソブリン債務危機による資本市場の変調・超円高などを背景に、J リート市場を取り巻く日本の金融・不動産市場全体は再び大きな課題と成長の壁に直面しつつある。J リート市場は、日本経済においてより大きな役割を果たすために、さらなる進化を遂げなければならない。

2) 社会・経済の構造変化に直面する日本と J リート

(1) 日本市場の抱える構造的な問題

日本経済は、高齢化と社会保障負担の増大、社会インフラの更新・高度化の必要性、産業構造・企業行動の変化（グローバル化）など複合的な課題に直面している。一方で、こうした経済・社会問題に対応するための財政状況を見ると巨額の政府債務が累積しており、しかも近い将来、国内金融資産のストックが減少へ向かいはじめるという不安を抱えている。

2011 年の東日本大震災と欧州ソブリン債務危機は、日本にとって上記の課題が非常に緊急性の高いものであることを認識する大きな契機となった。

(2) グローバルな視点から見た日本の金融・不動産市場の機会

震災からの復興と都市の再整備、財政規律の回復を同時に目指すためには、国内投資家・海外投

資家を問わず民間資金の積極的な活用が避けられない。

一方で、グローバルに見れば、欧米で金融危機と金融規制改革が進展し、アジアが世界経済の牽引役としてより期待されている。そうした中、高質なインフラ・人材・金融機関の既存集積を持つ東京が国際金融センターとしての機能整備・発展を改めて目指すための大きな機会が到来している。

また、海外の年金基金・機関投資家やソブリン・ウェルス・ファンドは、伝統的な証券投資への依存度を低め、不動産・リートを含む実物資産やオルタナティブ投資のグローバル運用の比重を高めつつある。

Jリート市場の活性化は、東京の国際金融センターとしての機能強化と地位向上に大きく寄与するものと思われる。

3) Jリート市場活性化の意義

(1) 民間資金を不動産市場へ流入させるためのエンジン

【資産デフレからの脱却】

Jリーートの活性化により、市場参加者の間では、不動産取引の活性化を予想させ、不動産価格の先行き期待が高まる。さらに不動産の流動性向上、私募不動産ファンドの取引参入、金融機関による与信の拡大につながることで好循環が生まれ、不動産投資におけるリスクプレミアムの低下を通じて、自律的なデフレ脱却の道筋が描けるようになる。

【企業の収益力強化に寄与】

企業のバランスシート上に存在する必ずしも有効活用されていない不動産をJリートが取得・運用することにより、企業の本業への資本投下が活性化し、企業の収益力向上ひいては国民経済の発展に寄与する。

【財政不安の解消に寄与】

公的セクターが保有していたり、規制上保有主体が制限されている不動産で、賃貸収入を生み出すものをJリートが取得・運用することにより、一種の民営化・PPP手法としての効果を生み出す。

【都市防災機能の強化に寄与】

開発・耐震化された物件をJリートが取得・運用することにより、都市防災機能の強化に寄与する。

(2) 高齢化社会における個人資産運用の中核手段

安定的なインカムゲインの分配と少額からの投資が可能なJリートには、年金の代替・補完手段としての役割が期待される。

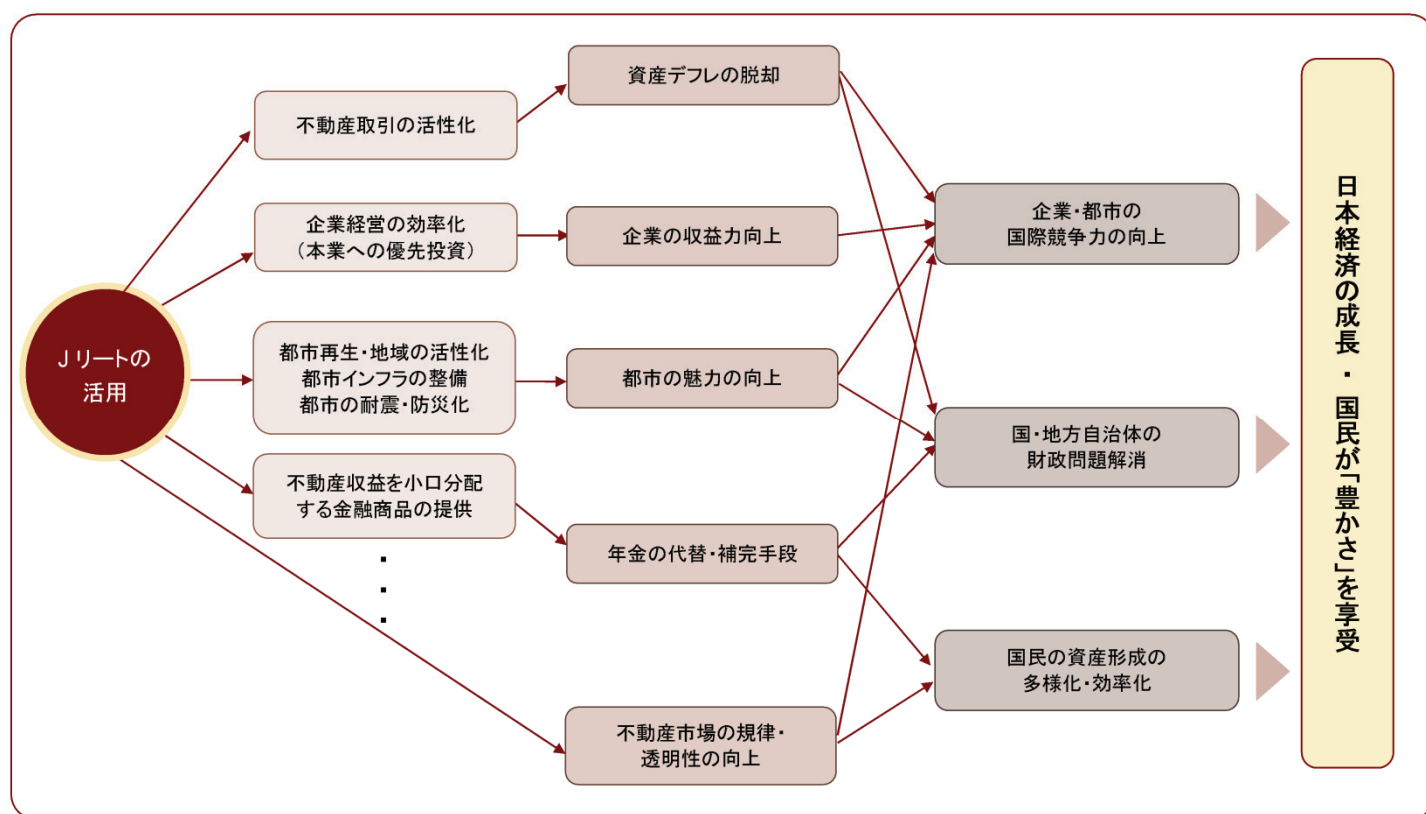
海外では、財政・社会保障改革において、政府支援の下で「自助努力型」の年金・貯蓄制度を整備・拡充する動きが活発だが、投資信託やリート、不動産ファンドは、主要な運用手段として位置づけられている。

(3) 国際金融センターとＪリート

Ｊリート市場の拡大は、単に専門家に運営される不動産が増えるということにとどまらず、不動産投資顧問業などを含む資産運用産業の成長に寄与し、プロパティ・マネジメント、法律、会計、ビジネス教育など関連産業への波及効果をもたらす。

また、大規模な投資家や多様な運用会社の存在は、金融業界全体の良い意味での競争を刺激し、専門性の高い人材やグローバルな不動産投資・資産運用に関する情報の集積を促す。

図 1：Ｊリートの社会的役割



Ⅱ．海外リート市場の発展と示唆

1) 米国リート市場

米国リート市場は、金融危機の震源地であったにも関わらずいち早く復活し、**2011** 年には市場時価総額はリーマン・ショック前のピークを更新した（**2011** 年末の時価総額：市場全体で **4,505** 億ドル、エクイティリートだけで **4,075** 億ドル）。世界のリート市場の中心的存在として、改めて注目を集めている。

米国リートの発展と復活は、下記のような事情によって実現したと考えられる。

(1) 資本調達柔軟性

- ・米国リート市場の復活を可能にした最大の要因は、大規模な資本調達と考えられる。
- ・ライツ・オファリングの実績はごくわずかであるが、既存投資家が増資を前向きに評価する傾向が強いとされる。
- ・普通株の公募増資に加え、優先株・転換社債も活用されている。**2009** 年後半以降、社債発行も復活した。

(2) 厚い投資家層

- ・公的年金、大学基金などは不動産へのアロケーションを金融危機後も維持している。
- ・退職期を迎えつつあるベビーブーマー層の運用資産は莫大であり、配当・インカムゲインを重視した運用をしている。
- ・資産形成期の個人投資家は、確定拠出型年金プランなどを通じて投資信託に資金を積み立てている。

(3) 不動産・リート市場のダイナミズム

- ・UP-REIT を通じたパートナーシップからリートへの転換や外部成長が活発である。
- ・（特にユニークなアセットクラスで）エクイティストーリーを実現したリートが急成長している。
- ・多様な目的を持って活発に行われる M&A 等により、リート市場の中での競争が促進されている。
- ・De-REIT や年金基金によるバイアウトなどもあり、「多重性」のある不動産投資市場がダイナミズムを生み出している。

2) その他の海外リート市場

その他の海外諸国でも、リート市場の整備・拡充・復活を目指す動きが活発である。

豪州・シンガポールでは、外部運用型リーートの改革や、スポンサーとの関係など外部運用型リート特有の課題を乗り越えるためガバナンス体制の整備や投資家への説明に注力している。また、両国とも、過去の不動産バブルの反省や財政不安を背景に、国際金融センター整備や資産運用産業の育成に熱心である。

英国など欧州では、内部運用型リート制度を整備し、グローバル投資家のスタンダードに合わせようという努力をしている。また、年金の補完・代替としてリート投資を国内投資家に喚起する取り組みも行っている。

3) 日本への示唆

年金基金やソブリン・ウェルス・ファンドの不動産への資産配分が増加し、かつ投資先がグローバル化する中で、また米国・日本など高齢化が進む先進国の投資家が投資信託を通じて世界のリートに分散投資を増やしている中で、各国リート市場の間では、グローバルな運用資金を取り込むための市場整備・制度改革の競争が起きている。Jリート市場が一段の成長を実現するには、海外リート市場に学び、しかも海外リート市場に対する優位性を持てるよう努力しなければならない。

リート先進国においては、（主に市況が悪化したときに）制度の改正を繰り返し、進化を遂げてきた。また、後発国では先進国における制度上の長所の採用やその見直しを行いながら市場の拡大を図ってきた。我が国においても、スピード感をもって諸外国の長所を取り入れる努力が必要である。

米国リートは、制度（税制）が投資家保護の支障になってはいけないという視点で、マネジメント手法の多様化等の拡充を図ってきた。我が国の制度改革においても、こうした視点は重要である。

また、リート市場の拡大は、単純な市況の好転や一定の制度の変更のみで実現してはいない。投資家の多様化、プレイヤーの多様化、アセットクラスが多様化が一体となって進展するときに、リート市場の役割が拡大すると考えるべきである。

Ⅲ. Jリート市場活性化への課題と改革の方向性

これまで見たように、Jリート市場の活性化には、「最後の買い手」機能の発揮と資産デフレからの脱却、個人金融資産の有効活用、関連産業への波及効果、都市機能の更新、国際金融センターとしての競争力強化といった多くの意義がある。一方で、現実には、決して実力通りとはいえないJリートに対する評価があったり、海外市場の柔軟な制度改革の波に乗り遅れているといった状況もあり、改革を急がなければならない。

ただし、曲りなりにも10年を超える期間、経験を積み評価を経てきたJリート市場が次なる発展段階に進むには、単にJリーートの制度を変更するだけでは不十分である。日本の不動産投資市場全体が活性化し、国際金融センターとしての東京の役割自体、マクロ的にみた日本市場の魅力自体が向上することによって、Jリート市場の成長が実現すると認識すべきである。

また、Jリート市場拡大の道筋として、魅力的な投資対象資産（不動産）が増えるのが先か、不動産投資を選好する投資家の資金が多く集まるのが先か、という「鶏と卵」の関係に似た議論に陥りがちだが、「車の両輪」を活性化するという議論に転化していくべきであろう。すなわち、資産サイドにおける投資機会を拡大し、流動性を高め、リスクプレミアムを低減させる政策、調達サイドにおける柔軟性と透明性を高め、新たな投資家の参入を促進する政策の両面展開が必要である。

したがって、Jリート市場活性化のためには、下記のような3つの視点から、改革を進めていくことが求められよう（図2）。

1) 金融・資本市場改革（投資家サイドの活性化）

- ・多様な価値観を有する厚い投資家層を形成することがJリート市場の拡大に直結する。
- ・「グローバルファンド」を含む海外投資家と国内投資家の両者を対象として、情報発信・IR活動を展開すべきである。
- ・デット資金の供給：市場の監視の中で専門性のある運用会社によって経営されるJリーートの特性に鑑み、リーートのデット資金供給に係る硬直的な規制を見直すべきである。

2) 不動産投資市場の育成（Jリート運用資産の供給パイプラインの活性化）

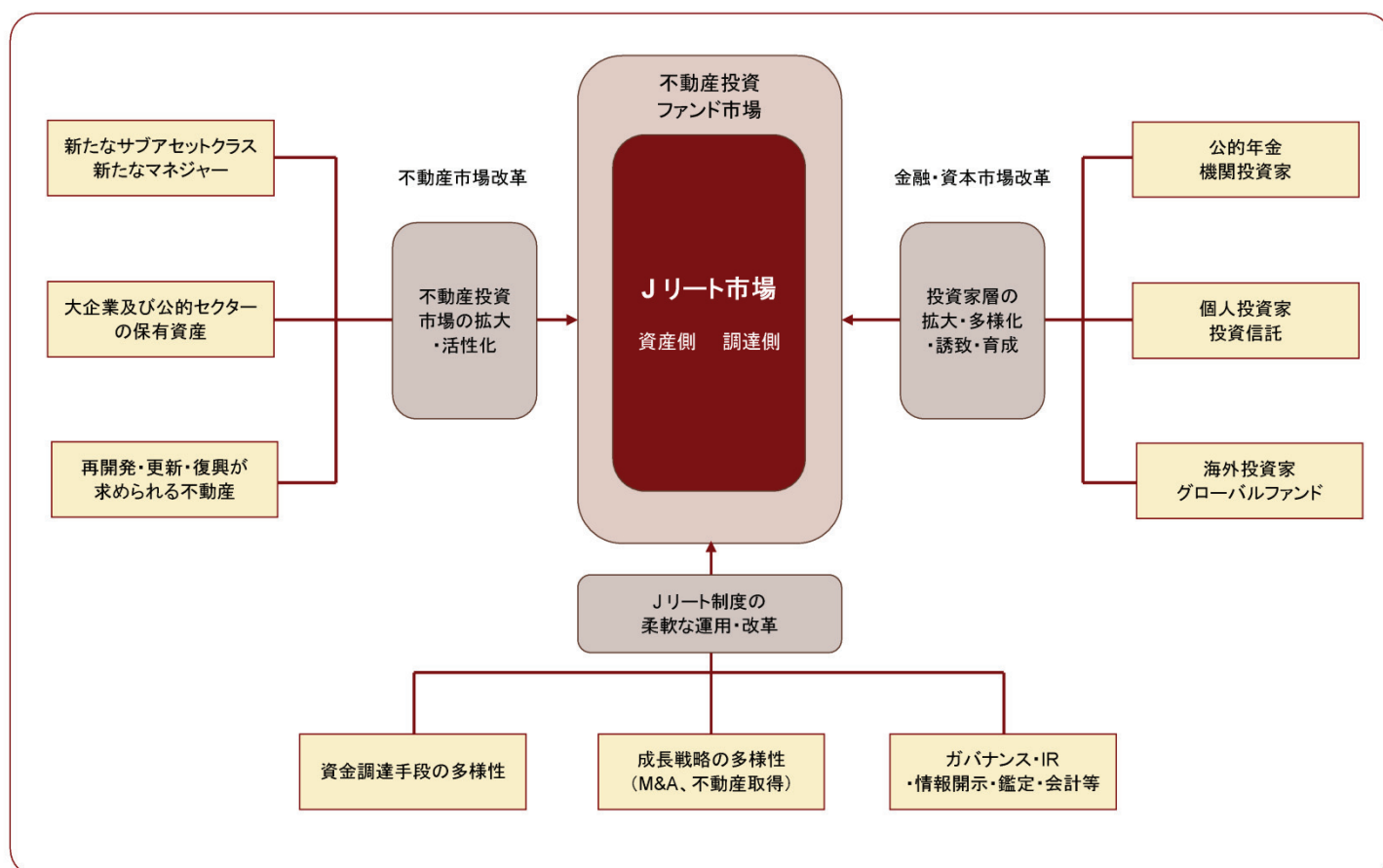
- ・専門的な経営の導入によって付加価値が高まる、あるいは財政負担の軽減につながるアセットクラスの規制を緩和・改革すべきである。
- ・都市部に不動産を保有する必然性がなくなっている企業や、再開発・更新需要のある不動産の保有者に対して、現物出資や売却・移転を促すインセンティブを与えるべきである。

3) リート制度・市場インフラの整備

- ・Jリーートの資金調達手法の多様化・柔軟化を図る（自己投資口の取得、投資主割当増資（ライツ・オフアリング）、新投資口予約権付投資法人債（CB）等）必要がある。

- ・Jリートのプロアクティブな（前向きな）M&Aを促進する会計・税務制度を整備すべきである。
- ・外部運用型リートのガバナンスやスポンサーとの関係性について、ベスト・プラクティス・ガイドライン等をまとめ、投資家に理解を求めていくための努力が必要である。
- ・運用会社の育成・誘致、人材の育成、取引所やインフラの高度化、官民一体のプロモーション活動など、国際金融センターとしてのハード・ソフトの基盤整備を進める必要がある。

図2：Jリート市場改革の方向性（仮説）



IV. アクションプラン（具体的な施策のイメージ）

1) 投資家・市場参加者の拡大

現在のＪリートに対する評価が歴史的に見て低い水準にあるにも関わらず、中長期にわたってその水準が継続している大きな背景には、かつて活発にＪリートを取引していた投資家、潜在的にＪリート投資のニーズを持つ投資家が参入していないことがある。安定したキャッシュフロー、専門的な経営などＪリートの持つ特質を十分に市場に伝える方策を実施していくことが重要となる。

(1) 投資家との対話促進・プロモーション活動

現在どのような投資家がＪリート投資に参加できていないか、どこに課題があるのかを個別に分析し、これらの課題の解消に向け、業界・官民が一体となって取組むことが重要である。アナリストや内外の投資家、海外リートの経営者との対話を促進することは有益であろう。

(2) 海外投資家の投資促進

「グローバルファンド」を含む海外投資家は、マクロ投資環境からのトップダウン評価を重視している。Ｊリート市場の改革が、日本の資本市場改革・競争力向上と表裏一体になっていることをアピールしていかなければならない。

海外投資家の投資を促進するためには、Ｊリート各社、市場関係者によるプロモーション活動、英語での情報発信の強化に加え、国内募集要件の撤廃等、海外からの投資を円滑に行なうための制度上の整備を行なうことも重要である。

(3) 国内機関投資家

海外の年金をはじめとする機関投資家は、金融危機後もなお、不動産・実物資産への配分を維持しており、長期的視点に立った運用を重視している。我が国の機関投資家にもこうした視点に立った投資行動は今まで以上に重要になってくると思われ、その先導的な役割として、公的年金等の活用を促す必要がある。

(4) 国内個人投資家

投資家教育を進めるとともに、投資信託法の改正論議を見据え、投信市場全体の拡大・振興を目指す必要がある。我が国の投資信託では、海外のリートを組み入れた商品が多数存在する。日本の投資信託にＪリートを組み入れるための働きかけも重要である。また、海外では、確定拠出年金など積立型の個人投資口座導入が、投信のすそ野拡大に大きく貢献しており、こうした取組みを参考とすべきである。

(5) 金融機関等からの融資促進

バーゼル規制等の関係で、金融機関の融資枠は精緻に設定されているため、現状ではＪリートへの大幅な融資拡大は困難な状況にある。Ｊリート市場拡大のためには金融機関等からのデット資金の供給が不可欠であるため、これらを促進するための施策の検討が必要である。

【与信業種カテゴリーの整理】

実務上、不動産関連融資は一括りにされ、形式上の不動産業向け融資が増加している。これを回避するためには、①実態をとらえた分類（回転型と保有型の分類等）や②Ｊリーートの運用資産多様化による業種の分散等が考えられる。

【市場参加者の拡大】

現状、Ｊリートへの融資を行なっている金融機関は限定されており、市場の拡大に伴い、これらの金融機関の負担も大きくなっていく。市場の拡大を資金面から支える金融機関等の市場参加者の拡大も必要である。

2) 不動産投資市場の成長促進

Ｊリート市場拡大のためには、すそ野である不動産投資市場の拡大が不可欠であり、非効率な運営を続ける既存保有者からＪリートへの物件供給を促進する方策やＪリートが取得可能な資産の種類を拡大する方策について検討することが重要である。

加えて、Ｊリートが現在保有している物件についても、市場創設から 10 年を経て、今後は更新や機能向上の必要性が高まってくることを念頭に入れ、売却・再取得・再開発などの諸手法のあり方、メリットとデメリットを検討していく必要がある。

(1) 都市の防災機能の強化に伴う投資適格物件の供給促進

不動産特定共同事業法改正等による耐震改修の活性化により、投資適格物件の不動産投資市場への供給を促進する。

(2) 都市部のビジネスゾーンの再開発（大街区化）に伴う不動産取引の活性化

都市部における安心・安全なビジネスゾーンの再開発（大街区化）を進めることにより、不動産取引の活性化や都市間競争力の強化を促進する。

(3) 企業セクター、公的セクター保有不動産の投資市場への解放

CRE マネジメントの推進による企業セクターからの物件供給や改正 PFI 法（コンセッション方式の導入）による公的セクター保有資産の証券化を促進する。

公的セクター保有不動産については、改正 PFI 法をより実効性のあるものとするため、PFI ガイドライン改訂や BTO 方式と BOT 方式の課税上の取扱いの差異等の課題の解消等を促す必要がある。

企業セクターにおいては、東日本大震災以降、不動産戦略を再考する動きが見られる。企業の収益力向上に寄与するために、事業継続の基盤となる生産拠点・営業拠点等の立地の再考や保有不動産の選別を支援するための活動が必要である。

(4) インセンティブの供与

都市の再開発や企業セクター保有資産の投資市場への流入を促進するためには、保有不動産を証券化ビークル（J リート）に売却する税務上のインセンティブの供与等の施策の必要性を訴える必要がある。

(5) J リートによる海外不動産の取得

2008 年の東証上場規則改定により J リートの海外不動産投資が可能となったが、実務上の課題もあり、J リートの海外不動産投資は進展していない。

海外不動産取得の際には、外国 LPS や現地法人を通じた間接取得が想定されるが、租税特別措置法や投信法上の出資制限が課題となっている。J リートの海外不動産取得を促進するためには、これらの法改正の必要性を訴える必要がある。

(6) リートの運用資産の多様化

【ヘルスケア施設】

医療施設、老人福祉施設、高齢者向け賃貸住宅など、ヘルスケア関連の不動産は多岐にわたる。高齢化で需要が高まり、安定した賃貸料収入が期待できるヘルスケア施設は、J リートの運用対象に適する側面を持つと考えられ、実際、米国ではヘルスケアリートが大きなセグメントを形成している。複雑な監督・規制体系の改革、テナントや居住者の保護策など、J リートによるヘルスケア施設投資に係る諸課題の解決に向けた検討を行う必要がある。

【公的資産、インフラ】

ヘルスケア施設同様に、公的資産、インフラも多岐にわたる。財政不安、更新需要などが高まる中で、民間資金を導入する方策として、J リートや不動産ファンドの活用を促進する必要がある。

3) J リートの進化・成長を促進する

(1) J リートの多様化（経営戦略面・財務面）

リートを単純に利回り商品と位置づけて、配当ばかりに訴求する仕組み作りやマネジメント

を行なうことは一部の投資家ニーズを満たすにすぎない。運用資産タイプだけでなく、LTV や利回りに様々なタイプがあってもよい。

個人投資家、機関投資家にとって魅力ある商品はどのようなものであるか、それぞれの投資を促進するために有効な施策はどのようなものであるかを検討する必要がある。

(2) 資金調達（財務マネジメント）手法の多様化

公開市場に上場するエクイティとして市場リスクから逃れることはできないものの、マネジメント手腕さえあれば、長期的にベンチマークを上回る総合リターンの実現は可能である。

自己投資口の取得、ライツ・オファリング、新投資口予約権付投資法人債等、資産運用会社にマネジメントツールを与えて、その手腕を存分に発揮させることが重要である。これらの導入は次の金融危機・信用収縮に対する備えや投資口価格のボラティリティの抑制にもつながる。

【自己投資口の取得】

自己投資口の取得については、投信法上、原則として禁止されている。米国等、多くの主要諸国では認められており、株価低迷対策や増資後の希薄化改善手段として資本政策・配当政策などに利用され、投資家の信頼向上につながる手法として評価されている。

自己投資口の取得は、配当と同様、投資主に対する利益還元手段であるとともに、投資主よりも情報優位にある運用会社が投資口価格が過小に評価されていることを市場に伝達する効果を有し、投資口価格の評価の是正につながると考えられている。

投資家の信頼向上、投資口価格のボラティリティの抑制にもつながる重要な手法であるため、特にリートの投資口に対する評価が低く据え置かれている我が国においては、必要性は高いと思われる。

ガバナンスの十分な確保や投資家保護を考慮しつつ、導入の必要性（法改正）を訴えていく必要がある。

【投資主割当増資（ライツ・オファリング）】

ライツ・オファリング（rights offering）とは、上場会社が既存の株主に対して、その株式の保有割合に応じて、時価よりも低い価格で株式を購入できる新株予約権（ライツ）を無償で割り当て、その行使を受けて新株を発行するという増資手法である。また、ライツ自体を市場売却することもできる。

主要諸国（特に欧州）では不況期の資金調達手段としてとりわけ活用されており、投資家からの評価も高い資金調達手法である。我が国では投信法上、新株予約権の発行が認められておらず、会社法に規定されている株主割当増資関連規定が投信法になく準用もされていないこと、募集投資口の払込金額は保有資産の内容に照らし公正な金額でなければならないとする規定等の理由から活用事例はない。

ライツ・オファリングの場合、権利の希薄化を嫌う投資主は払込みに応じる機会を得ること

ができ、応じることができない場合はライツを売却すればよいので、大規模な増資を行う場合でも既存投資主の理解を得やすいとされ、J リートにおいても必要性の高い資金調達手段であると思われる。一方で、わが国では 2006 年の会社法改正によって、一般の事業会社のライツ・オファリングが事実上解禁されたものの、あまり活用事例がないという課題もあるが、制度としてライツ・オファリングが認められていることが投資家（特に海外投資家）の視点からは重要であると考えられる。

各社での活用が進展するよう法改正の必要性を訴えていく必要がある。

【新投資口予約権付投資法人債（CB）】

投信法上、会社法の新株予約権や新株予約権付社債の規定に対応する規定がなく、その準用もされていないため、CB の発行は困難と認定される。主要諸国では、会社型だけでなく信託型のリートを含めて、CB の発行が認められている。

投資口価格の低迷時であっても回復を見込める局面であれば転換権が行使されることにより借入比率を減少させたり、投資口価格が上昇する過程では CB の存続期間にわたって投資口への転換による希薄化スピードを緩和することもできる等、低利のファイナンスと資本の改善等の財務対策としての活用が期待される。

一方で、転換価格の設定如何によっては、大量の投資口に転換され膨大な希薄化を招いたり、アービトラージの機能を歪めてしまう可能性等といった懸念もある。

ガバナンスの十分な確保や投資家保護に加え、その商品性についても慎重な議論を行った上で、CB 導入の必要性を訴えていく必要がある。

【内部留保】

一般に J リートは、利益のほぼ全てを投資家に分配し、課税発生による投資家利益の毀損を回避している。このため、恒常的に内部留保金が少ない傾向にある。

主要諸国では、物件売却益の一部留保や株式配当による内部留保等、財務戦略の柔軟性を高めたり再投資資金を確保するため、一定の範囲で内部留保を可能とする措置が講じられている。

我が国においても、次の金融危機・信用収縮への対応や投資口価格のボラティリティを抑制するためにも、負債比率の引き下げなど財務改善を目的とする積立金等、財務基盤を強化するための一定程度の内部留保を検討していく必要がある。

(3) ガバナンスの強化

外部運用型に否定的な海外投資家は多い。特に投資法人と運用会社の間の利益相反に関して懸念を抱いている。J リート各社あるいは業界をあげて、ガバナンス体制の強化に関する個社でのこれまでの取り組みや外部運用のメリット等を積極的にアピールしていく必要がある。

例えば、J リートは会社型の形態をとっており、ピークル自体にガバナンス機能が備わっていること（トラスト型にはない）等は積極的にアピールしてもよい。外部運用に関する丹念な

説明と自助努力（投資口価格連動報酬の採用等）によって、投資家の理解を得ていく必要がある。

外部運用型の長所としては、投資法人には従業員がいないため、株式会社のように配当金の支払いと従業員に対する報酬の支払いのゼロサムゲームがないということがあげられる。

また、投資法人と資産運用会社の役員を兼務している場合は、役員を兼務することにより投資法人役員会に対する情報提供が充実する等、外部運用の短所を補っている側面もある。こういった取組みを積極的にアピールすべきである。

(4) スキームの安定性

投資ビークルの税制・会計的安定性を確立することも重要である。

国際的に共通するビークルの導管性とは、投資対象資産から生ずる利益をほとんど全て（我が国では 90%超）が配当される限り、ビークルから投資家に至るまで 1 回限りの課税とし、重複課税を排除するというものである。制度の根本にあるこの機能が不安定では、国内のみならず海外投資家も本格的に投資に踏み出すことを躊躇せざるを得ない。税会不一致に起因する重複課税の回避等を図ること、税制・会計制度改正の影響を受けにくいビークル制度を確立することが重要である。

一方で、日本の不動産市場の成熟性や、海外リートとの競争を意識する場合、従来 J リートに課されてきた保有資産・出資に関する規制や、内部留保や減資に関する取扱いが、過度に硬直的となると、投資家には J リートの魅力が減退したと評価される可能性もある。今後注意深い検討を行いながらも、柔軟な制度設計が必要と考えられる。

さらには、現在の J リートの評価が低位にとどまっている背景のひとつに、金融危機の前後で保有不動産の価値が大きく変動し、一方で資産価値（不動産を含む）は資本市場が決めるという考えを持った投資家には真正な価値評価に関する議論があるといったことがあげられる。マクロ的な要因で不動産価格が激変した場合には、投資家の信頼を取り戻すための調整策として、平時と異なる情報開示方法や資産再評価を認めることは一定の意義があると思われる。

(5) 投資法人制度の改革

2000 年の改正投資信託法で創設された投資法人（会社型投信）は、一部を除きそのほとんどが J リートで使われている集団投資スキームである。今後予想される投資信託法の改正論議においては、J リート市場の実態と投資家・発行体ニーズに合わせて、長期的な市場の発展を促すための制度の見直しや改善を行うことが重要である。

4) 国際金融センター整備と J リート

(1) 市場インフラの整備等

J リート市場拡大のためには、新規リートの上場を促進するため、証券取引所等の市場インフラ整備に向けた取組みも重要である。

【上場までの準備期間】

日本とシンガポール等の海外市場の間には上場までの準備期間に差があり、期間のリスクをとりたくないといった理由等により海外での上場を検討する企業やファンドが増えている。

取引所における上場審査期間は海外市場と同程度まで短縮されているが、上場審査に至るまでのプロセスについて海外市場との比較検証を行い、必要な改善を訴えていく必要がある。

【市場からの退出】

米国リートは **UP-REIT**、**IPO**、**De-REIT** を通じた公開市場への参入と退出（市場のダイナミズム）により市場規模の拡大を遂げている。我が国においても公開市場からの退出のしやすさについて検討する必要がある。

【売買取引の活性化・インデックスの整備】

流動性を高めていくためには先物市場を活性化することも重要である。個人投資家が先物市場にアクセスするための取次先の拡充等、市場インフラの整備に関する取引所の施策に期待したい。

J リートの売買取引を活性化するためには、現在 J リート全銘柄の 2 割程度しか指定されていない貸借銘柄数の増加を図ることも重要である。各社の自助努力に期待したい。

また、J リート保有不動産や日本の不動産価格に関する大きなトレンドを示すために、投資家に月次ベースでインデックス等の情報提供を行なっていくことも重要である。投資対象に関する客観的な価値・トレンドが把握できるような情報の充実は、外部運用に対する海外投資家等の理解を促進するためにも必要である。

(2) 市場参加者の拡大と人材の育成

J リート市場を拡大するためには、規模を問わず、また不動産に直接投資をするかどうかを問わず、専門能力の高いアセットマネジャーを育てる仕組みが必要である。また、J リート運用会社、投信・年金のマネジャー、アドバイザー・仲介業務に携わる金融機関という各レベルにおいて専門家が資産運用のプロとしてのバリュエーション（鑑定評価は多様な時価概念のひとつであることの認識、鑑定評価の取扱い方の柔軟性）を示すことができる環境作りが必要である。

また、新たな商品の組成やその周辺業務に携わるプレイヤー（金融機関、法律・会計、市場調査・鑑定、プロパティ・マネジメントなど）の拡大が必要である。

上記のようなプレイヤーで働く人材を育成するため、高等・専門教育機関にプログラムを開発してもらうなどの努力も必要である。

以 上